

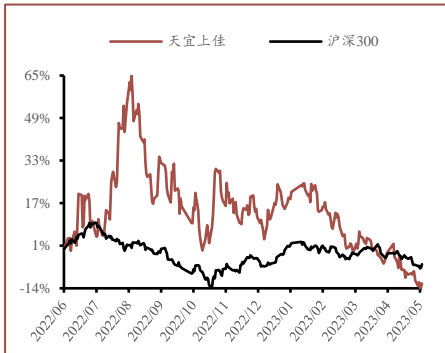
## 石英坩埚与碳碳热场高协同，打开业绩新空间

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(首次)

<b>基本数据</b>	<b>2023-06-02</b>
收盘价(元)	16.97
流通股本(亿股)	5.61
每股净资产(元)	9.19
总股本(亿股)	5.61

最近 12 月市场表现



分析师 余炜超

SAC 证书编号: S0160522080002

shewc@ctsec.com

相关报告

### 核心观点

- ❖ **轨交主业持续强化技术与产品先发优势，市场份额依旧处于行业头部水平：**2012 年以前我国动车组闸片长期依赖进口，天宜上佳通过自主创新，成功研制出动车组用粉末冶金闸片产品，并成功实现进口替代。目前相关闸瓦、闸片生产技术均比较成熟，相关闸片运行性能较好，安全性高，预计该技术在短期内不存在更新迭代的可能。未来我国铁路行业发展市场仍然广阔，随着国内人员出行及高铁列车开行量回升，有望带动公司粉末冶金制动闸片业务逐步恢复。
- ❖ **石英坩埚与碳碳热场高度协同，打开公司第二成长曲线：**由于材料性能特点，碳碳复合材料制品已逐步替代传统石墨材料成为光伏热场部件领域的主流，碳碳坩埚的渗透率目前已达到 95% 以上。在热场环节中，公司攻克了大尺寸沉积炉增密效率慢及增密均匀性差的难题，选用大型沉积设备，稳步落地 2,000 吨碳碳复合材料产能。同时，直径突破 8 米的第三代超大规格沉积炉已于 2023 年一季度末完成设备安装调试，投产后碳碳热场制品年化产能将达 3,500 吨，可满足 36 寸甚至更大尺寸产品批量化生产。在石英坩埚环节中，自 2022 年 11 月完成对新熠阳的收购后，公司迅速充实新熠阳管理团队，加持集团资金、资源、业务协同优势以及工艺装备优化提升经验，全面提升了新熠阳产品质量与经营实力。现新熠阳生产的石英坩埚产品使用寿命及单产排名已经位居行业头部水平，且与公司碳碳热场业务协同效果显著，第二增长曲线渐行渐近。
- ❖ **积极布局汽车业务领域以及国防装备业务领域，前景广阔：**伴随新能源汽车轻量化需求快速发展，国内外多家车企加速布局碳陶制动盘落地，天宜上佳已与 15 家汽车主机厂商及供应链客户建立碳陶制动盘项目合作关系，碳陶制动盘材料有望加速渗透进入商业化规模量产阶段。国防装备业务板块，公司主要从事树脂基碳纤维复合材料及碳基复合材料相关研发、生产和销售以及航空大型结构件精密制造业务，未来发展前景广阔。
- ❖ **投资建议：**轨交闸片龙头地位稳固，热场坩埚高度协同，有望形成规模效应，降低生产成本，打开公司未来成长新空间。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 21.09/30.28/38.69 亿元，归母净利润 4.54/5.87/6.91 亿元。对应 PE 分别为 21.00/16.23/13.79 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**光伏装机量不及预期；石英坩埚扩产不及预期；轨道交通复苏不及预期

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	671	987	2109	3028	3869
收入增长率(%)	61.68	47.05	113.66	43.57	27.79
归母净利润(百万元)	175	179	454	587	691
净利润增长率(%)	53.05	2.40	153.23	29.41	17.68
EPS(元/股)	0.39	0.37	0.81	1.05	1.23
PE	84.74	58.84	21.00	16.23	13.79
ROE(%)	6.76	3.50	8.15	9.54	10.09
PB	5.73	2.39	1.71	1.55	1.39

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>671.26</b>	<b>987.12</b>	<b>2109.05</b>	<b>3028.01</b>	<b>3869.43</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	255.67	485.68	1175.80	1760.61	2201.94	营业收入增长率	61.7%	47.1%	113.7%	43.6%	27.8%
营业税费	7.37	11.12	26.03	35.59	45.92	营业利润增长率	52.5%	-8.6%	158.3%	30.4%	17.7%
销售费用	32.99	32.02	63.27	90.84	154.78	净利润增长率	53.1%	2.4%	153.2%	29.4%	17.7%
管理费用	106.20	134.48	253.09	363.36	503.03	EBITDA 增长率	82.6%	27.6%	120.9%	30.4%	18.4%
研发费用	69.38	94.23	105.45	151.40	232.17	EBIT 增长率	80.5%	11.8%	126.9%	30.4%	17.7%
财务费用	-18.58	9.04	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	85.9%	30.3%	114.2%	30.4%	17.7%
资产减值损失	-2.43	-19.45	-0.42	-0.50	-0.54	投资资本增长率	21.3%	108.3%	8.9%	11.4%	11.8%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	9.6%	95.6%	9.1%	10.8%	11.5%
投资和汇兑收益	-1.01	-1.84	-3.41	-5.08	-6.53	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>218.01</b>	<b>199.21</b>	<b>514.52</b>	<b>671.18</b>	<b>790.02</b>	毛利率	61.9%	50.8%	44.2%	41.9%	43.1%
加:营业外净收支	-0.17	-2.44	0.00	0.00	0.00	营业利润率	32.5%	20.2%	24.4%	22.2%	20.4%
<b>利润总额</b>	<b>217.85</b>	<b>196.76</b>	<b>514.52</b>	<b>671.18</b>	<b>790.02</b>	净利率	26.8%	19.2%	22.2%	20.2%	18.6%
减:所得税	37.78	7.08	46.31	60.41	71.10	EBITDA/营业收入	40.1%	34.8%	36.0%	32.7%	30.3%
<b>净利润</b>	<b>174.97</b>	<b>179.16</b>	<b>453.70</b>	<b>587.13</b>	<b>690.93</b>	EBIT/营业收入	30.2%	23.0%	24.4%	22.2%	20.4%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	627.97	2074.68	585.15	-385.09	-1096.00	固定资产周转天数	384	478	326	273	246
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>301</b>	<b>301</b>	<b>266</b>	<b>310</b>	<b>327</b>
应收帐款	587.66	949.56	1929.82	2798.10	3588.38	流动资产周转天数	886	966	656	503	445
应收票据	11.42	176.13	200.30	332.47	449.99	应收帐款周转天数	253	280	246	281	297
预付帐款	74.01	27.75	175.73	250.03	287.02	存货周转天数	160	174	155	186	200
存货	174.79	294.04	719.89	1094.88	1356.23	总资产周转天数	1590	1859	1275	1039	934
其他流动资产	29.56	137.86	137.86	137.86	137.86	投资资本周转天数	1449	1665	1100	844	737
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	6.8%	3.5%	8.1%	9.5%	10.1%
长期股权投资	17.22	0.00	-10.34	-21.83	-33.89	ROA	5.2%	2.6%	5.6%	6.2%	6.5%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	5.7%	3.5%	7.0%	8.2%	8.6%
固定资产	909.41	1713.54	2103.59	2481.48	2810.62	费用率					
在建工程	314.56	569.42	738.43	937.87	1136.40	销售费用率	4.9%	3.2%	3.0%	3.0%	4.0%
无形资产	160.53	176.68	198.26	219.30	239.71	管理费用率	15.8%	13.6%	12.0%	12.0%	13.0%
其他非流动资产	126.16	134.19	365.82	365.82	365.82	财务费用率	-2.8%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>资产总额</b>	<b>3336.86</b>	<b>6856.58</b>	<b>8084.60</b>	<b>9395.40</b>	<b>10692.59</b>	三费/营业收入	18.0%	17.8%	15.0%	15.0%	17.0%
短期债务	53.87	297.98	432.99	585.85	747.97	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	192.62	346.72	812.34	1248.22	1549.64	资产负债率	20.8%	24.6%	30.2%	33.4%	34.8%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负权益比	26.2%	32.6%	43.3%	50.2%	53.4%
其他流动负债	0.30	133.02	133.02	133.02	133.02	流动比率	4.75	3.86	2.36	1.89	1.71
长期借款	190.00	590.09	590.09	590.09	590.09	速动比率	3.87	3.38	1.72	1.25	1.09
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	27.81	8.61	—	—	—
<b>负债总额</b>	<b>692.69</b>	<b>1684.35</b>	<b>2441.76</b>	<b>3141.79</b>	<b>3720.05</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	57.43	59.79	74.31	97.95	125.94	DPS(元)	0.04	0.04	0.00	0.00	0.00
股本	448.74	561.37	561.37	561.37	561.37	分红比率					
留存收益	864.51	1025.72	1479.42	2066.55	2757.48	股息收益率	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>2644.17</b>	<b>5172.22</b>	<b>5642.84</b>	<b>6253.61</b>	<b>6972.53</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	EPS(元)	0.39	0.37	0.81	1.05	1.23
净利润	174.97	179.16	453.70	587.13	690.93	BVPS(元)	5.76	9.11	9.92	10.97	12.20
加:折旧和摊销	66.54	117.03	244.95	318.84	381.71	PE(X)	84.7	58.8	21.0	16.2	13.8
资产减值准备	7.84	39.47	0.42	0.50	0.54	PB(X)	5.7	2.4	1.7	1.5	1.4
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	6.68	26.33	0.00	0.00	0.00	P/S	22.1	12.4	4.5	3.1	2.5
投资收益	0.38	0.00	3.41	5.08	6.53	EV/EBITDA	53.9	32.4	13.2	11.3	10.3
少数股东损益	5.10	10.52	14.52	23.64	27.99	CAGR(%)					
营运资金的变动	-242.65	-368.48	-1099.07	-954.61	-863.29	PEG	1.6	24.5	0.1	0.6	0.8
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>15.02</b>	<b>-35.03</b>	<b>-394.53</b>	<b>-22.17</b>	<b>240.63</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-749.18</b>	<b>-1333.38</b>	<b>-1221.96</b>	<b>-1100.93</b>	<b>-1113.66</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>183.70</b>	<b>2825.49</b>	<b>126.97</b>	<b>152.86</b>	<b>162.12</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。